

从低于预期到超预期

——2022年中国宏观经济展望

相对市场表现

投资要点:

► 中央经济工作会议之后，股市未能反弹

中央经济工作会议传递了明确的政策转向稳增长信号，对一些长期议题也给出了令市场比较振奋的回应。无论是A股市场还是港股市场却在短暂冲高之后出现了持续调整。我们认为从当前的情况来看，无论是财政，货币还是房地产政策，都因为一些不足可能不能充分发挥稳增长方面的作用，短期政策调整的力度略低于市场预期。

► 就业压力会倒逼更强有力的政策出台

我们理解政策当局不愿意以宏观杠杆率显著上升为代价追求短期经济增长。然而，无论在何种情况下，保就业保稳定都是政策的底线。虽然官方公布的就业数据尚比较乐观，但是我们的研究表明中国劳动力市场已经面临严峻挑战。如果经济增长继续低迷，就业压力最终会冲击民生与稳定——更强有力的需求侧管理政策有望在一季度或二季度初出台，并为“二十大”的召开营造适宜的经济和社会环境。

► 房地产市场的基本需求仍在，可适度发挥稳增长作用

即使政策放松，谁来稳增长？我们认为房地产投资仍然可以适度发挥作用。对于部分投资者乃至地产从业人员因中国生育率等多方面因素认为房地产市场已经面临长期拐点的看法，我们并不认同。我们的研究表明，由于中国城镇地区住房供应的质量较差且存在人口都市化的趋势，对建筑质量相对较高的商品住宅的基本需求仍然强劲。考虑到中国居民部门杠杆率水平在G20国家中位于中游，且2021年还有一定下滑，至少短期而言购买力也并不是问题。只要政策调整到位，2022年下半年房地产投资可能超出市场预期并回归正增长，成为支持经济超预期的重要因素。

► 2022年经济增长可能出现先低于预期再高于预期的局面

短期而言，由于政策调整力度不够，经济企稳的速度可能低于预期；但是伴随着一季度或二季度初更有力的需求侧管理的政策的出台，叠加对房地产需求的基本面仍在，下半年经济可能会超预期的反弹。全年GDP增速有望达到5.1%。我们预计一季度利率债仍有机会，短期权益市场的支撑因素主要是流动性的宽松。此后，伴随着需求的回升，长期债券利率可能上行，流动性有所收紧；但是，盈利的恢复可能成为权益市场的主线，包括地产产业链，消费，以及受益于大宗商品价格回落和需求回升的中下游行业。

► 风险提示:

经济低于预期，政策低于预期，疫情反复

分析师 樊磊

执业证书编号: S0590521120002

电话:

邮箱: fanl@glsc.com.cn

相关报告

1、《美联储传递鹰派声音》— 2021.12.18

2、《就业的真相》— 2021.12.17

3、《先立后破，稳增长与高质量发展兼顾》—
2021.12.11

正文目录

1.	引言：中央经济工作会议之后市场为何表现平淡？	4
2.	就业压力会倒逼政策出台	6
2.1.	经济下行与调查失业率之惑	6
2.2.	就业的真相	7
2.3.	如何理解就业压力大和东南沿海用工荒并存？	14
2.4.	经济下行最终会冲击社会稳定	14
2.5.	对进一步政策调整的期待	15
3.	房地产市场：调控冲击还是长期拐点？	16
3.1.	中国住房供给质量较差	16
3.2.	中国住房需求弹性较大	17
3.3.	居民杠杆率仍然可控	18
4.	2022年中国宏观经济展望：从低于预期到高于预期	20
4.1.	消费投资与出口	20
4.2.	金融与物价	26
5.	风险提示	28

图表目录

图表 1:	中国的潜在增长水平和实际增长	6
图表 2:	中国产出缺口及预测	7
图表 3:	中国调查失业率和大城市调查失业率	7
图表 4:	一亿 GDP (可变价) 可以创造的就业岗位：第一、第二和第三产业	8
图表 5:	CPI 服务业指数今年二三季度以来显著下滑	9
图表 6:	2005-2020 年疫情爆发前中国经济四次主要的下滑	9
图表 7:	非制造业 PMI 服务业销售价格二三季度以来明显下滑	10
图表 8:	CPI 生活用品和服务季调环比：城市 VS 农村	10
图表 9:	美、加、澳、意、土、巴疫情前后的劳动参与率	11
图表 10:	日本、韩国疫情前后的劳动参与率	11
图表 11:	各省外来流入人口占常住人口的比重	12
图表 12:	社会消费品零售总额同比增速：人口流入省份 VS 其他省份	13
图表 13:	全国居民人均季度可支配收入：工资性收入经季调	13
图表 14:	我国 2017 年底 286 亿平城镇住宅的供应结构	16
图表 15:	2017 年城镇人均住宅套内使用面积的国际比较 (平米)	17
图表 16:	中国商品住宅年度销售面积 (万平方米)	18
图表 17:	2021 年 1QG20 国家宏观杠杆率	18
图表 18:	2021 年 1QG20 国家宏观杠杆率	19
图表 19:	中国 GDP 同比增速及预测	20
图表 20:	居民的消费倾向向疫情前回归	20
图表 21:	餐饮消费与整体社零的增速差距在变小	20
图表 22:	名义 GDP, 居民可支配收入和消费支出的增长	21
图表 23:	固定资产投资单月同比和剔除基数单月同比增长	21
图表 24:	商品房销售面积和房地产开发投资单月同比增速	22
图表 25:	商品房销售面积和房地产开发投资单月同比增速	23
图表 26:	上游采矿业 ROA(TTM)与投资同比增速	23
图表 27:	原材料加工 ROA(TTM)与投资同比增速	23
图表 28:	中游制造业 ROA(TTM)与投资同比增速	24

图表 29: 下游消费业 ROA(TTM)与投资同比增速	24
图表 30: 固定资产投资基建单月同比及剔除基数单月同比增速	24
图表 31: 全球 GDP 与全球货物贸易出口的关系	25
图表 32: 中国出口的全球占比	25
图表 33: 经调整社融同比增速与环比增速	26
图表 34: CPI 同比增速预测	27
图表 35: PPI 同比增速预测	27
图表 36: PPI 上下游同比增速	28

1. 引言：中央经济工作会议之后市场为何

表现平淡？

对于资本市场的参与者而言，12月8日-10日举行的中央经济工作会议颇为振奋人心。就短期而言，会议坦率地承认了“当前我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，提出明年经济工作要“稳字当头”，对财政、货币以及房地产政策都进行了相应的部署，清晰地传递了明确的政策转向、稳增长优先的信号。

同时，会议重提坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求；要求推动改革时要把握好“时度效”，坚持“先立后破”；共同富裕政策首先要做大蛋糕；碳达峰要避免“毕其功于一役”。上述措辞也对市场此前担忧的一些长期议题有缓解作用。

然而，上证指数在12月13日短暂冲高之后持续回落。而香港恒生指数更是持续回落在12月20日创出疫情爆发以来的新低。同时，10年期国债利率在LPR降息5BP之后触及2.85%左右的底部区间，甚至有进一步下探的可能。为什么市场对于政策的信号反映相对冷淡？

我们认为，对“稳增长”的目标而言，当前的财政、货币与地产政策都存在一些明显的不足，使得其可能难以充分发挥作用，导致市场疑虑：

- 首先，虽然政策调整的方向定了，但是政策的重点似乎仍以结构性的政策为主，而总量性的宽松似乎尚未形成共识，政策调整的力度有所不足。

例如，从具体政策的安排来看，据了解最主要仍偏重于对中小企业的救助这种结构性的安排——“实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度”；此外，据了解财政直达——让地方政府去决定支持企业还是发放消费券等——和一些基建项目也会有所发力；但是整体缺乏让市场兴奋的亮点。

实际上，从会议的表述和近期的安排来看，也验证了这一看法。关于财政政策的表述在积极扩大支出的同时，仍然继续强调了“坚决遏制新增地方政府隐性债务”；由于没有明确的对显性赤字的扩张幅度给出指引，投资者对财政政策的期待也因此受到抑制。货币政策仍然维持了“稳健”基调，“流动性合理充裕”的表述并没有对市场期待的进一步全面降息、进一步降准进行“明示”。近期LPR5个基点的调降也给人以“挤牙膏”式出击的感觉。

- 其次，即使今年财政结余明年使用和地方债券提前下达有利于近期的财政扩张，但是是否能够有效弥补土地出让金的下滑、有效对冲隐形债务偿还并不明晰，特别是对于地方专项债的使用终身问责的机制仍会约束地方官员的动力。
- 第三，一些民营房企仍然面临较为严峻的流动性压力，存在潜在的违约风险，如果类似于恒大事件再度发生，中国房地产市场硬着陆的风险会明显上升；即使不出现信用违约，房地产市场回升的速度也会比较迟缓。

而且，本轮地产下行的背后，到底仅仅是因为政策调控导致的周期性下行，还是有人口拐点，城镇化进入到中后期阶段等等深层次的问题？如果是前者，政策调整会重新稳定地产市场，但是如果是后者，即使政策调整，中国经济可能也会面临缺乏加杠杆主体、稳增长缺乏抓手的问题。

在这种情况下，2022年的经济增长可能确实会出现反弹，但是反弹的程度是否能够达到二十大召开前营造“平稳健康的经济环境、国泰民安的社会环境”的要求，市场看得并不清楚。

资本市场的表现可能就是对于经济的反弹弱于预期的某种映射。

2. 就业压力会倒逼政策出台

我们认为政府在采取更加激进的宏观政策稳定经济方面有顾虑可以理解，因为要付出杠杆率上升的代价。考虑到 GDP 考核压力逐步淡化，宏观政策的底线是保就业和保稳定，在就业市场压力不大的情况下，似乎宏观政策确实可以保持相当定力。

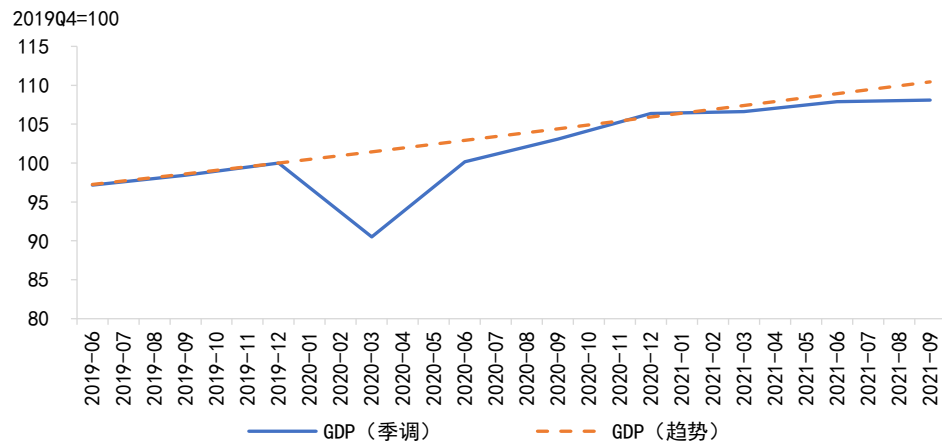
然而，我们的研究表明，虽然当前官方的就业数据偏乐观，但实际上中国的劳动力市场已经面临相当严峻的挑战。在实际的就业压力和民生、稳定的压力面前，决策层不可能永远“掩耳盗铃”。即使短期的政策出台始终有些“勉为其难”，我们预计到明年一季度乃至二季度前期，更大力度的宏观政策调整有望出台以稳定就业市场，也为十九大的召开创造适宜的经济和社会环境。

2.1. 经济下行与调查失业率之惑

中国经济在抗击疫情率先取得成功之后在全球主要经济体中首先经历了强劲复苏，2020 年四季度的 GDP 同比增速达到了 6.5%；从产出缺口的角度来看，2020 年四季度也是本轮经济复苏的顶点。

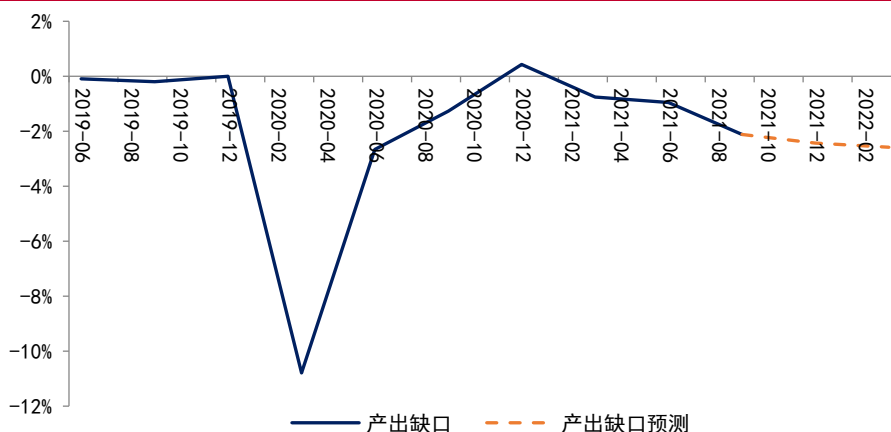
此后，由于疫情扰动、从去年二季度开始货币政策调整的滞后影响等多方面因素，今年一季度以来，中国的经济增长就开始向潜在产出水平下方回落。特别是 2021 年三季度，中国的负产出缺口显著扩大。从目前的情况来看，我们预计中国的负产出缺口可能还会在未来两个季度持续扩大。

图表 1：中国的潜在增长水平和实际增长



来源：国联证券研究所

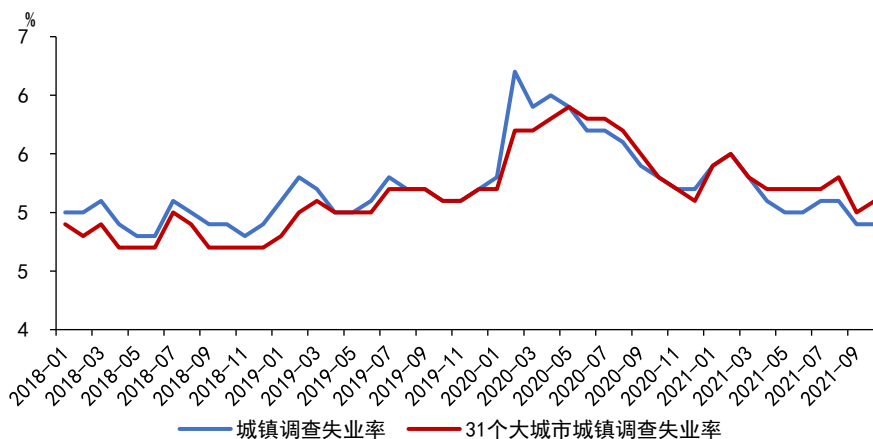
图表 2：中国产出缺口及预测



来源：Wind，国联证券研究所

在经济下行的过程中，中国就业市场的数据却显得非常异常——调查失业率不升反降，10月份仅有4.9%，11月份也不过是5.0%，均低于疫情前2019年的水平。按照人民银行一篇工作论文的估计，十四五期间中国的潜在经济增速在5.0-5.7%之间¹，2021年应该接近于5.7%，但实际上中国2021年第三季度的GDP两年平均增速只有4.9%，显著地低于了潜在经济增速的水平。从定义上看，潜在经济增速是一个经济体包括劳动力在内的各种资源充分使用所需要达到的经济增速，低于这个增速就意味着存在资源的闲置——对劳动力而言就应该存在失业问题。那么，如何解释央行和统计局的矛盾呢？

图表 3：中国调查失业率和大城市调查失业率



来源：Wind，国联证券研究所

2.2. 就业的真相

我们认为，由于多方面原因，中国城镇调查失业率数据未能很好反映出劳动力市场的变动。中国实际的就业形势相当严峻。

➤ 失业率偏低的三种解释

市场对城镇调查失业率的异常有三种解释：第一种解释认为由于今年中国的出口

¹ 人民银行调查统计司课题组《十四五期间我国潜在产出和增长动力测算研究》，人民银行工作论文，2021年第一号

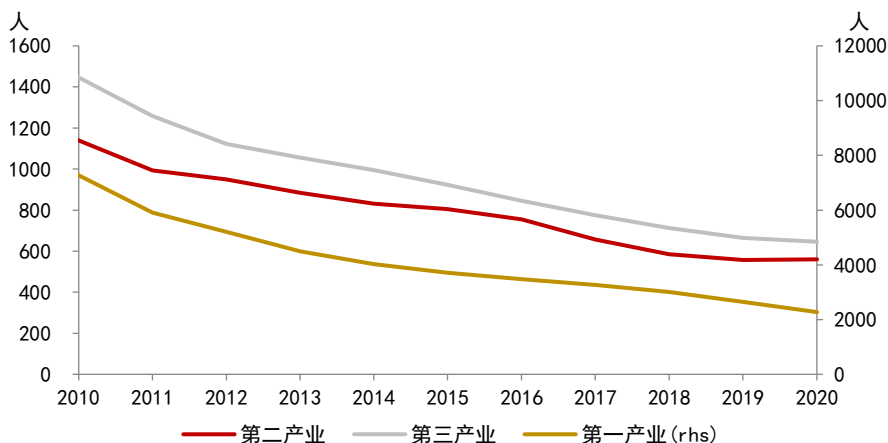
部门表现非常强势，吸纳了大量劳动力，导致失业现象并不明显；第二种解释认为疫情的存在使得一些人不愿意或者不能够进入就业市场，劳动参与率有所降低，劳动力供给的不足导致了较低的失业率——与美国当前出现的情况类似；第三种解释则认为由于多方面的因素，统计局调查失业率的数据没能够灵敏的捕捉劳动力市场的最新变动，导致统计失真，中国的就业形势实际上远远要比调查失业率数据显示的要严峻。

我们认为第三种解释可能更接近于事实的真相。

我们认为第一种解释未能清楚理解潜在经济增速的含义。实际上，出口部门的高景气已经包含在了 GDP 两年增速 4.9% 的数据中；如果不是出口部门的高景气，中国经济增速会更低，而负产出缺口会更大，应该会有更加严重的失业问题。

当然，如果对于同样一个单位的 GDP，出口部门吸纳的就业比当前严重下滑的服务业部门更多，也许中国经济可以通过较低的增长实现更好的就业。然而，这个假说与现实不符。数据显示同样一个单位的 GDP，服务业吸纳的就业高于工业或制造业。考虑到出口企业主要集中在制造业部门；而且很大程度也是与出口部门的强势有关，疫情之后中国出现了第二产业占比上升和第三产业占比下降的产出结构变动；理论上中国需要更高的经济增长（超过 5.7%）才能实现充分就业。

图表 4：一亿 GDP（可变价）可以创造的就业岗位：第一、第二和第三产业



来源：Wind，国联证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35176

